

公司研究

生产经营稳健，会计估计变更提升净利润

——大秦铁路（601006.SH）2020 年报及 2021 年一季报点评

要点

◆**事件：公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。**公司 2020 年实现营业收入 723 亿元，同比下降 9.5%；实现归母净利润 109.0 亿元，同比下降 20.3%；实现扣非归母净利润 108.6 亿元，同比下降 21.0%。公司拟派发现金股利（税前）0.48 元/股，分红率约 66%，高于 19 年同期（52%）水平。公司 21 年一季度实现营业收入 194 亿元，同比上涨 19%（调整后），实现归母净利润 36.2 亿元，同比上涨 43%（调整后），实现扣非归母净利润 36.5 亿元，同比上涨 44%（调整后）。

◆**疫情负面冲击有限，货运收入小幅下降。**公司 2020 年完成货物发送量 6.6 亿吨，同比下降 3.2%；完成货物换算周转量 3,697 亿吨公里，同比下降 3.8%。其中，完成煤炭发送量 48,844 万吨，同比下降 1.7%。主要原因是疫情期间煤炭市场供需双弱，加之油价下行、高速公路政策性免费等因素影响，大秦线等运煤通道发运低迷；2020 年 5 月份后，国内疫情得到有效控制，企业复工复产加快，大秦线等运量迅速回升。此外，公司大力拓展非煤运输业务，集装箱、冷链运输有序发展，疏港矿石、钢铁等货物发送量正向增长，对整体货运业务形成有益补充。综合以上因素，公司 2020 年实现货运业务收入 578 亿，同比下降 5.48%。

◆**客运需求恢复落后于货运需求。**公司 2020 年完成旅客发送量 3,037 万人，同比下降 46.9%，完成旅客换算周转量为 29 亿人公里，同比下降 57.7%。由于疫情对客运需求的负面冲击大于货运需求，公司 2020 年共实现客运收入约 48 亿，同比下降约 37.1%。随着国内疫情缓解，客运需求将持续恢复。

◆**成本支出刚性，毛利率下降。**公司 2020 年铁路运输业务营业成本同比下降 5.62%，降幅小于收入降幅（9.47%）。主要原因是公司人工、折旧等刚性成本支出依然较大，较上年同期分别变化+0.75%、-4.48%。受此影响，公司铁路运输业务毛利率下降 3.27pct 至 19.65%。公司会计估计变更，2021 年 1 月 1 日起延长部分固定资产折旧年限。以 2020 年底固定资产为基础测算，2021 年度固定资产折旧额减少约 22.93 亿元，所有者权益及净利润均增加约 17.29 亿元。

◆**公司公布 2021 年经营目标：**2021 年公司预计旅客发送量 3,360 万人；货物发送量 7.0 亿吨；换算周转量 3,800 亿吨公里；大秦线货物运输量 4.1 亿吨；2021 年营业收入预算为 750 亿元，较 2020 年营业收入增长 3.73%。

◆**投资建议：**铁路货运需求平稳增长，公司生产经营稳健（21 年一季度大秦线货物运输量同比增长 23.17%）。根据股东分红计划，2020 年-2022 年公司现金分红原则上不低于 0.48 元/股（对应目前股息率约 7.2%）。基于会计估计变更的积极影响，暂不考虑可转债行权，我们上调公司 21-22 年 EPS 0.05%/1.93% 至 0.90 元/0.94 元，新增 23 年 EPS 为 0.96 元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济下行或能源消耗结构变化导致煤炭需求下降；新建铁路分流公司业务；公路等运输方式分流公司业务；现金分红低于市场预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	79,917	72,322	80,648	84,438	87,996
营业收入增长率	2.01%	-9.50%	11.51%	4.70%	4.21%
净利润（百万元）	13,669	10,896	13,440	13,941	14,301
净利润增长率	-6.02%	-20.29%	23.35%	3.72%	2.59%
EPS（元）	0.92	0.73	0.90	0.94	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.00%	9.01%	10.56%	10.43%	10.19%
P/E	7.3	9.1	7.4	7.1	7.0
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28

增持（维持）

当前价：6.70 元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

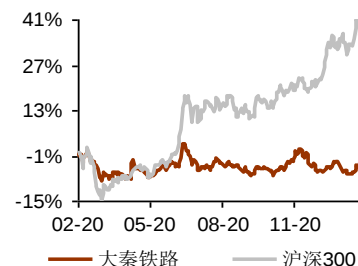
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	148.67
总市值(亿元):	996.07
一年最低/最高(元):	6.24/7.19
近 3 月换手率:	13.73%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.15	4.35	0.76
绝对	-3.33	5.18	1.59

资料来源：Wind

相关研报

国内客运需求二次探底，五一暑运有望集中释放——交通运输行业周报 20210410
(2021-04-11)

疫情影响仍将延续，客运需求复苏承压——广深铁路（601333.SH）2020 年报点评（2021-03-30）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04）

票价市场化改革开启，打开未来成长空间——京沪高铁（601816.SH）2020 年业绩预告点评（2021-01-31）

需求持续恢复，高股息仍具吸引力——大秦铁路（601006.SH）2020 年中报点评（2020-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	79,917	72,322	80,648	84,438	87,996
营业成本	61,704	58,226	61,824	64,822	67,968
折旧和摊销	7,291	6,979	5,111	5,132	5,198
税金及附加	291	216	290	304	317
销售费用	198	197	219	229	239
管理费用	717	646	645	676	704
研发费用	9	6	7	7	7
财务费用	142	62	847	967	913
投资收益	2,989	2,665	2,600	2,700	2,800
营业利润	19,975	15,750	19,513	20,234	20,753
利润总额	19,791	15,659	19,373	20,094	20,613
所得税	4,621	3,362	4,456	4,622	4,741
净利润	15,171	12,297	14,917	15,472	15,872
少数股东损益	1,501	1,401	1,477	1,532	1,571
归属母公司净利润	13,669	10,896	13,440	13,941	14,301
EPS(按最新股本计)	0.92	0.73	0.90	0.94	0.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15,023	12,529	19,247	19,411	19,649
净利润	13,669	10,896	13,440	13,941	14,301
折旧摊销	7,291	6,979	5,111	5,132	5,198
净营运资金增加	5,856	570	1,639	648	651
其他	-11,794	-5,915	-944	-309	-501
投资活动产生现金流	-7,958	1,488	-2,400	-2,325	-2,200
净资本支出	-5,178	-1,889	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	26,533	26,362	0	0	0
其他资产变化	-29,313	-22,985	2,600	2,675	2,800
融资活动现金流	-10,193	22,696	-8,052	-8,376	-8,599
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,441	27,777	-70	50	50
无息负债变化	-4,224	-1,221	1,347	610	1,154
净现金流	-3,129	36,713	8,794	8,711	8,850

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.8%	19.5%	23.3%	23.2%	22.8%
EBITDA 率	30.6%	27.9%	28.4%	28.0%	27.3%
EBIT 率	21.4%	18.2%	22.0%	21.9%	21.4%
税前净利润率	24.8%	21.7%	24.0%	23.8%	23.4%
归母净利润率	17.1%	15.1%	16.7%	16.5%	16.3%
ROA	10.2%	6.7%	7.8%	7.7%	7.6%
ROE (摊薄)	12.0%	9.0%	10.6%	10.4%	10.2%
经营性 ROIC	11.5%	9.4%	12.2%	12.7%	12.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	17%	29%	28%	27%	27%
流动比率	2.05	5.03	5.23	5.58	5.75
速动比率	1.94	4.89	5.11	5.46	5.63
归母权益/有息债务	11.73	3.23	3.40	3.57	3.74
有形资产/有息债务	14.16	4.58	4.84	5.08	5.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	148,044	182,203	191,261	199,934	209,275
货币资金	15,346	52,059	60,853	69,564	78,414
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,975	6,439	6,602	6,944	7,425
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,002	1,534	2,016	1,689	1,760
存货	1,501	1,846	1,696	1,803	1,970
其他流动资产	4,110	5,590	5,590	5,590	5,590
流动资产合计	29,034	67,620	76,900	85,731	95,319
其他权益工具	136	121	121	121	121
长期股权投资	26,533	26,362	26,362	26,362	26,362
固定资产+使用权资产	79,944	76,521	76,971	73,948	71,644
在建工程	1,821	1,060	795	3,971	6,353
无形资产	8,972	8,865	8,570	8,284	8,008
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	30	43	43	43	43
非流动资产合计	119,009	114,582	114,360	114,203	113,955
总负债	25,821	52,376	53,653	54,313	55,517
短期借款	39	121	0	0	0
应付账款	3,121	3,034	3,567	3,466	3,699
应付票据	115	2	0	0	0
预收账款	1,174	0	0	0	0
其他流动负债	0	184	184	184	184
流动负债合计	14,170	13,441	14,716	15,375	16,580
长期借款	8,983	7,864	7,864	7,864	7,864
应付债券	0	28,650	28,650	28,650	28,650
其他非流动负债	2,458	2,246	2,246	2,246	2,246
非流动负债合计	11,650	38,936	38,938	38,938	38,938
股东权益	122,223	129,826	137,607	145,621	153,757
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
公积金	39,934	41,032	41,032	41,032	41,032
未分配利润	59,000	61,661	67,965	74,447	81,012
归属母公司权益	113,881	120,929	127,233	133,715	140,280
少数股东权益	8,342	8,898	10,374	11,906	13,477

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.25%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
管理费用率	0.90%	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%
财务费用率	0.18%	0.09%	1.05%	1.15%	1.04%
研发费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	23%	21%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.48	0.48	0.50	0.52	0.53
每股经营现金流	1.01	0.84	1.29	1.31	1.32
每股净资产	7.66	8.13	8.56	8.99	9.44
每股销售收入	5.38	4.86	5.42	5.68	5.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	7.3	9.1	7.4	7.1	7.0
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.4	4.9	4.1	3.8	3.6
股息率	7.2%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE